

## أثر العلاقة التكاملية بين ممرات السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم في مصر خلال الفترة

( ١٩٩١ - ٢٠٢٣ ) " دراسة تحليلية " - قياسية

The impact of the complementary relationship  
between the monetary and fiscal policy paths on  
the inflation rate in Egypt during the period  
(1991 - 2023) "Analytical Study" - Standard

ا.م.د/ ماجد محمد يسري احمد الخربوطلى

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة المساعد

معهد مصر العالى للتجارة والحاسبات - اكااديمية مصر

### الملخص :

هدفت الدراسة الى تحليل تطور أداء ممرات انتقال السياستين النقدية والمالية في الاقتصاد المصرى خلال الفترة ( ١٩٩١ - ٢٠٢٣ ) وقياس اثر العلاقة التكاملية بين اهم ممرات انتقال اثر السياستين المالية والنقدية على معدل التضخم , تم استخدام كلا من المنهج الاستقرائى والاسلوبين التحليلى والقياسى وانتهت الدراسة الى ان هناك تاثير طردى لكلا من سعر الصرف , نسبة العجز الكلى , الدين الخارجى , الدين المحلى , خدمة الدين , معدل نمو المعروض النقدى على معدل التضخم وان هناك تاثير عكسى لسعر الفائدة على معدل التضخم , استهدف البنك المركزى المصرى سياسة مرونة سعر الصرف بشكل كامل دون مراعاة للهدف الاساسى

والرئيسى للبنك المركزى وهو استقرار الأسعار وظهر التناقض بوضوح في استمرار ارتفاع معدلات أسعار الفائدة بهدف تخفيض معدلات التضخم على الرغم من الآثار العكسية لارتفاع تكلفة تمويل عجز الموازنة وارتفاع نسبة خدمة الدين مما ساهم في زيادة معدلات التضخم ما يشكل تعارض مع اهداف السياسة المالية في خفض أعباء خدمة الدين والذي يساهم بدوره في زيادة معدلات التضخم مره أخرى وهنا يظهر غياب التكامل بين اهداف ممرات السياسة النقدية والمالية . واقترحنا الدراسة إعادة النظر في سياسة البنك المركزى المتميزة لاستهداف سعر الصرف , وان يكون الهدف الاساسى للسياسة النقدية الأهم هو الاستقرار السعري و التخفيض التدريجى لاسعار الفائدة و تحديد معدل النمو النقدى الذى يحقق الموائمة بين هدفى النمو الاقتصادى واستهداف التضخم .

#### الكلمات المفتاحية :

العلاقة التكاملية - ممرات انتقال - السياسة النقدية - السياسة المالية - التضخم - سعر الصرف الاسمى - سعر الفائدة على الودائع - اجمالى خدمة الدين - العجز الكلى - نموذج الانحدار الذاتى لفترات الابطاء الموزعة .

### **Abstract:**

The study aimed to analyze the development of the performance of monetary and fiscal policy transmission corridors in the Egyptian economy during the period (1991-2023) and measure the impact of the complementary relationship between the most important fiscal and monetary policy transmission corridors on the inflation rate. Both the inductive approach and the analytical and standard methods were used in addition to the standard method. The study concluded that there is a direct effect of each of the exchange rate, the total deficit ratio, external debt, domestic debt, debt service, and the money supply growth rate on the inflation rate, and that there is an inverse effect of the interest rate on the inflation rate. The Central Bank of Egypt targeted the policy of full exchange rate flexibility without taking into account the primary and main objective of the Central Bank, which is price stability. The contradiction appeared clearly in the continued rise in interest rates with the aim of reducing inflation rates despite the adverse effects of the high cost of financing the budget deficit and the high debt service ratio, which contributed to increasing inflation rates, which constitutes a conflict with the objectives of financial policy in reducing debt service burdens, which in turn contributes to increasing inflation rates again. Here, the lack of integration between the objectives of monetary and fiscal policy corridors becomes apparent. The study suggested reconsidering the Central Bank's biased policy of targeting the exchange rate, and that the main objective of monetary policy should be price stability, the gradual reduction of interest rates, and determining the monetary growth rate that achieves harmony between the objectives of economic growth and inflation targeting

### **Keywords:**

Integration relationship - transmission corridors - monetary policy - fiscal policy - inflation - nominal exchange rate - interest rate on deposits - total debt service - total deficit - autoregressive model of distributed lags.

## مقدمة:

تشكل ظاهرة التضخم خطراً حقيقياً على الاستقرار والنشاط الاقتصادي في أي دولة سواء كانت متقدمة أو نامية، وقد حظيت باهتمام بالغ من المفكرين الاقتصاديين، وذلك لما يشكل التضخم من عبء وخطر حقيقي على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حد سواء . لذلك تسعى معظم الدول إلى تبني سياسات اقتصادية متنوعة للحد من الآثار السلبية للتضخم. وتشكل السياستان النقدية والمالية عناصر ذات أهمية كبيرة لسياسة الاقتصادي الكلي الشاملة , إن الإجراءات والسياسات المالية يكون لها تأثير على السياسة النقدية وفي المقابل يكون للإجراءات التي تتخذها السياسة النقدية آثارها على أهداف السياسة المالية. ومن هنا تأتي أهمية التنسيق والتكامل بين السياستين لمعالجة الاختلالات الاقتصادية المختلفة وأهمها مشكلة التضخم.

## مشكلة الدراسة:

أصبح التضخم أحد أبرز التحديات التي تواجه الاقتصاد المصري، حيث قفزت معدلات التضخم بشكل متسارع وغير مسبوق اعتباراً من نوفمبر ٢٠١٦ تزامناً مع تبني سياسة تعويم سعر صرف الجنيه المصري، ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي المدعوم من صندوق النقد الدولي إلى أن بلغ معدل التضخم ٣٣.٨٪ عام ٢٠٢٣ (world bank.2024)، وهو ما يعد معدل مرتفع جداً بعد سلسلة متواصلة من موجات تضخمية كبيرة، حيث بلغ معدل التضخم ٢٩.٥٪ عام ٢٠١٧ مدفوعاً بانخفاض قيمة الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي والعملات الأجنبية الأخرى. وبالرغم من تبني البنك المركزي المصري سياسة استهداف التضخم والتي هدفت لتحقيق معدل تضخم مستهدف وهو  $7\% \pm 2\%$  لم يتمكن البنك المركزي من تحقيق معدل التضخم المستهدف , بل ظهر تناقض في سياسات البنك المركزي وانحيازه لاستهداف سياسة استقرار سعر الصرف وليس هدف تحقيق استقرار الأسعار و تم الاعتماد في مواجهة التضخم على ممر سعر الفائدة عن طريق استمرار الارتفاع في

معدلات الفائدة، وهو ما يمثل تعارضاً مع أهداف السياسة المالية نتيجة لتحمل الموازنة العامة للدولة بأعباء الارتفاع المستمر في أسعار الفائدة وزيادة تكلفة تمويل العجز الكلي من أذون الخزانة العامة. وعلى الرغم من انحياز السياسة النقدية لهدف استقرار سعر الصرف إلا أنها أخفقت في المحافظة على استقرار سعر الصرف وهو ما أدى إلى انخفاض قيمة الجنيه المصري انخفاضات كبيرة عدة مرات متتالية، وتحاول الدراسة الإجابة على التساؤل التالي:

"هل يتم تحديد أهداف ممرات السياستين النقدية والمالية في الاقتصاد المصري في إطار تكاملي؟

### فرضية الدراسة:

هناك ثمة تضارب وتناقض بين أهداف ممرات انتقال السياستين النقدية والمالية تؤثر سلباً على فعالية مواجهة ظاهرة التضخم في الاقتصاد المصري.

### أهداف الدراسة:

- (١) تحليل تطور أداء ممرات انتقال اثر السياستين النقدية والمالية في الاقتصادي المصري خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٢٣).
- (٢) قياس أثر العلاقة التكاملية بين ممرات انتقال اثر السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم في الاقتصاد المصري خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٢٣) باستخدام الأسلوب القياسي .

### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في تزايد الضغوط التضخمية التي يعاني منها الاقتصاد المصري والتي تقامت بصورة غير مسبوقه من عام ٢٠١٦ حتى عام ٢٠٢٤ مما يتطلب تحليل اثر العلاقة بين ممرات السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم في الاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة .

## منهجية الدراسة:

يتم استخدام المنهج الاستقرائي في استعراض الأدبيات النظرية لممرات انتقال أثر السياستين النقدية والمالية وعلى معدل التضخم , وكذلك يتم الاستعانة بالاسلوبين التحليلي والقياسي لاختبار العلاقة بين أهم ممرات انتقال أثر السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٢٣) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة (ARDL).

## أولاً : التاصيل النظري

سوف يتم تقسيم الاطار النظرى الى قسمين , يتناول القسم الأول : التأثيرات المتبادلة بين ممرات السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم في الفكر الاقتصادى ( من خلال النظريات الاقتصادية ) ويتناول القسم الثانى : العلاقة بين ممرات السياستين المالية والنقدية على معدل التضخم في الواقع العملى ( من خلال استعراض الدراسات التطبيقية ) .

## ١- التأثيرات المتبادلة بين ممرات السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم في الفكر الاقتصادى

### (أ) ممرات السياسة النقدية:

تمثل السياسة النقدية واحدة من أهم السياسات الاقتصادية التي عادة ما تستخدمها الدولة لتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار ومستوى النشاط الاقتصادي، وتمثل الأهداف النهائية للسياسة النقدية في تحقيق الاستقرار السعري والتوظيف الكامل (Graeve, 2008)، وتنتقل تصرفات السياسة النقدية إلى باقي الاقتصاد الكلي من خلال ما يسمى بممرات الانتقال، وعلى الرغم من اختلاف المدارس الاقتصادية حول دور السياسة النقدية في الاقتصاد القومي، إلا أن ثمة اتفاقاً على أن السياسة النقدية في مضمونها الأساسي تعمل على التحكم في عرض

النقود وإدارته على النحو الذي يقتضيه تحقيق معدل النمو الحقيقي المستهدف مع المحافظة على استقرار الأسعار، أي معدل النمو الذي لا يتعارض مع مقتضيات الاستقرار النقدي والذي لا يسمح إلا بارتفاع طفيف في المستوى العام للأسعار (الغندور، ٢٠٠٠)، وقد حددت الأدبيات عدة ممرات يتم من خلالها انتقال آثار السياسة النقدية منها: سعر الفائدة على الودائع سعر الفائدة على القروض، سعر الصرف، الائتمان، السيولة المحلية، نقود الاحتياط، أسعار الأصول، التوقعات. تناولت العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية دور السياسة النقدية في مواجهة التضخم وتحقيق الاستقرار المنشود في الأسعار. حيث ذهب فريدمان إلى أن نمو عرض النقود هو المسبب الأساسي والأوحد للتضخم وفقاً للمدرسة النقدية، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الارتباط بين معدل التضخم ومعدل النمو النقدي، وهو ما لخصه فريدمان في مقولته الشهيرة: "التضخم هو دائماً وأبداً ظاهرة نقدية" (Chaudhry, 2015). في المقابل أشارت العديد من الدراسات عن الدول النامية إلى أن التضخم فيها ليس ظاهرة نقدية بحتة، إنما يرتبط عادة بالاختلالات المالية، مثل انخفاض سعر الصرف الناشئ عن أزمة ميزان المدفوعات أو عن زيادة العجز العام (Totonchi, 2011). يمثل سعر الفائدة الممر الأساسي لنقل أثر السياسة النقدية في النموذج الكينزي حيث أن آثار السياسة النقدية التوسعية أو الانكماشية تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي عبر ممر سعر الفائدة، فإتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى زيادة المعروض النقدي، وهذا يدفع أسعار الفائدة الحقيقية في سوق النقد إلى الانخفاض، أي انخفاض تكلفة رأس المال، مما ينتج عنه زيادة كل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري ومن ثم زيادة الطلب الكلي والنتيجة، أما في حالة إتباع سياسة نقدية انكماشية أي تخفيض المعروض النقدي، فإن ذلك يدفع أسعار الفائدة الحقيقية إلى الارتفاع مما يرفع تكلفة رأس المال ويحد من الطلب على الاستثمار، والطلب الكلي والنتيجة (Taylor, 1995). وتجدر الإشارة هنا إلى أن أسعار الفائدة الحقيقية – وليست الاسمية – هي التي تؤثر على قرارات المستهلكين والمستثمرين .

يعتبر ممر سعر الصرف إحدى أهم الممرات التي تنقل أثر السياسة النقدية خاصة في الاقتصاديات التي تتسم بدرجة كبيرة من الاندماج العالمي (الانفتاح) وتزيد من أهمية هذه القناة في الدول النامية إذ تتمتع معظمها بأسواق مالية ذات درجة محدودة من التطور، ويؤثر التغير في سعر الصرف في الاقتصاد المحلي من خلال تأثيره على حجم التجارة الخارجية والميزان التجاري وميزان المدفوعات، وكذا من خلال تأثيره على الاستثمار الخارجي وتدفق رأس المال، لذلك فإن عدد كبير من الدول يولي سعر الصرف أهمية خاصة ضمن سياستهم النقدية، حيث يستخدم عدد كبير من الدول النامية سياسات الصرف ضمن برامجهم الإصلاحية، ويعمل ممر سعر الصرف على نقل تأثير السياسة النقدية من خلال قنوات فرعية هي قناتي الطلب والعرض الكليين. حيث يؤثر سعر الصرف على الطلب والعرض الكليين مما يؤثر بدوره على معدل التضخم بصورة غير مباشرة، بالنسبة لجانب الطلب يؤدي التراجع في قيمة العملة إلى انخفاض أسعار الصادرات وزيادة أسعار الواردات مما ينتج عنه نمو الصادرات وزيادة كل من الطلب الكلي والناجح، فتزيد معدلات التضخم، أما بالنسبة لجانب العرض فيؤدي انخفاض سعر صرف العملة المحلية إلى زيادة أسعار المواد الخام المستوردة، مما يدفع المشروعات إلى زيادة أسعار السلع المحلية، ويترتب على ذلك زيادة معدل التضخم حتى في حالة عدم تغير مستوى الطلب الكلي، كما يؤثر انخفاض سعر الصرف على التضخم مباشرة عن طريق زيادة أسعار الواردات أو الأسعار المحلية للسلع والخدمات التي تدخل في التجارة الدولية، مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.

### (ب) ممرات السياسة المالية:

الدين العام الخارجي: تستخدم القروض الخارجية في تمويل النفقات العامة، والتي تؤدي بدورها إلى إحداث آثار توسعية على المتغيرات الاقتصادية الكلية من خلال تأثير المضاعف، خاصة إذا ما استخدمت لتمويل استثمارات منتجة. كما أن استخدامها لتمويل نفقات اجتماعية كتقديم خدمات صحية وتعليمية ذات تأثير ايجابي

على الناتج، إلا أن سداد أعباء هذا الدين يؤدي إلى مزاحمة التمويل المخصص للاستثمارات، ويؤدي إلى رفع الفائدة وزيادة الضرائب وتقليل العوائد على الاستثمارات (Muzna & Falahuddin, 2015) وقد تنشأ العلاقة بين الدين والتضخم من قيام الدول بتمويل الإنفاق العام بالدين الخارجي مما يؤدي إلى مزيد من طبع النقود لتعقيم التدفقات الخارجية، ويتم قياس هذا التأثير للدين على معدل التضخم بمقدار طبع النقود لسداد أعباء هذا الدين. وهي تقدر بالزيادة في عرض النقود مخفوضة بمستوى الأسعار أو الزيادة في عرض النقود مضروبة في الكمية الحقيقية لعرض النقود. كما أنه انطلاقاً من تفسير التضخم كظاهرة نقدية فإن الاقتراض الخارجي يؤدي إلى زيادة الإنفاق وزيادة جانب الطلب ومن ثم رفع الأسعار (Willem, 1998) من ناحية أخرى، فإن استقلال السياسة النقدية يرتبط بإدارة التدفقات النقدية، ومن بينها الدين الخارجي وفي حين تقوم السياسة النقدية بالتأثير على سعر الفائدة وحجم المعروض النقدي، فإن ذلك يؤثر تبعاً على حجم الدين العام الخارجي، ومن ثم فإن إدارة الدين الخارجي لا ينبغي أن يتم بمعزل عن السياسة النقدية (Fraser, 2000). وتتسم الدول النامية بعدم قدرتها على تدبير الادخار المحلي الكافي لتمويل احتياجاتها الاستثمارية فضلاً عن عدم تطور الأسواق المحلية للمساعدة في تدبير السيولة المطلوبة، وعليه تهدف استدامة الدين إلى تدبير الاحتياجات التمويلية الخارجية مع منح تدهور الوضع المالي ودون الإخلال بالأهداف الاقتصادية الكلية (Gilpin, 2008)، ويتم قياس استدامة الدين من خلال مجموعة من المؤشرات منها نسبة الدين الخارجي / الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الدين الخارجي / حصيللة الصادرات، نسبة خدمة الدين / حصيللة الصادرات السلعية والخدمية وغيرها من المؤشرات ،

## ٢- العلاقة بين ممرات السياستين المالية والنقدية على معدل التضخم

( من خلال استعراض الدراسات التطبيقية ) .

في دراسة للعلاقة بين العجز المالي والتضخم أعدها صندوق النقد الدولي (Luis & Marco, 2003) وطبقها على ١٠٧ دولة نامية ومتقدمة من بينها مصر

خلال الفترة (١٩٤٠ - ٢٠٠١) خلصت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة وقوية بين عجز الموازنة والتضخم في مجموعة الدول مرتفعة التضخم والدول النامية، بينما لم تظهر مثل هذه العلاقة في الاقتصادات المتقدمة ومنخفضة التضخم. حاولت العديد من الدراسات الإجابة على التساؤل الآتي: هل حجم الدين الحكومي يشكل قيداً على السياسة النقدية؟ بعبارة أخرى هل يؤدي زيادة حجم الدين الحكومي عن المستوى الأمن إلى وضع سقف لسعر الفائدة، قد لا يتناسب مع سياسة استهداف التضخم وقد اختبرت دراسة (Srobona, 2007) هذا الفرض في حالة الاقتصاد الكندي خلال عقد التسعينات من القرن الماضي وهو العقد الذي بدأت كندا خلاله تطبيق سياسة استهداف التضخم. وقد خلصت الدراسة إلى أن ارتفاع الدين الحكومي يشكل قيداً رئيسياً على السياسة النقدية التي تستهدف التضخم، حيث تتردد الحكومة كثيراً في رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، على أن اعتبار هذه الزيادة ستؤدي إلى ارتفاع خدمة الدين. وقد كان هذا الوضع في كندا خلال التسعينات، حيث كانت سياسة سعر الفائدة أقل مرونة مما تقتضيه متطلبات استهداف التضخم. غير أن الدراسة قد أوضحت أن درجة تأثير الدين الحكومي على السياسة النقدية، تتفاوت وفقاً لما إذا كان الاقتصاد يمر بفترة كساد أم انتعاش. كما حاولت دراسة (Angelo, 2009) تحديد السياسة النقدية المثلى لتحقيق الاستقرار المالي في اقتصاد صغير ومفتوح باستخدام نموذج قياس لدراسة أثر التغيير في معدل الفائدة الاسمي ونظام سعر الصرف على الاستقرار المالي والتوازن العام، وقد أوضحت الدراسة أن معدل الفائدة الاسمي له أثر معنوي عكسي واضح على الاستقرار المالي وفجوة الناتج ومعدل التضخم، وأنه لا بد من إدخال سعر الصرف في تحديد فعالية أداة معدل الفائدة، حيث يؤثر سعر الصرف بشكل مباشر على التكلفة الحدية والعرض الكلي والطلب الكلي، ويؤثر بشكل غير مباشر على فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق الأهداف المطلوبة، وتؤكد الدراسة أن نظام التعويم المدار أكثر تناسب لدولة صغيرة الحجم ومفتوحة لتحقيق الاستقرار المالي. هدفت دراسة (kivilcim, 2011)،

إلى تحليل العلاقة التجريبية بين التضخم وعجز الموازنة للاقتصاد التركي من خلال الاعتماد على تحليل التكامل المشترك عبر دراسة العديد من المتغيرات المؤثرة على المتغير التابع في الدراسة. وخلصت الدراسة إلى أن الزيادة في عجز الموازنة حتماً سيزيد من حدة التضخم. في حين اهتمت دراسة (Alexander et al, 2015) بتحليل العلاقة بين العجز المالي وسعر الصرف والواردات من السلع والخدمات وعرض النقود والناتج وبين معدل التضخم في نيجيريا. وأظهرت نتائج نموذج VAR أن العجز المالي وسعر الصرف والواردات من السلع والخدمات وعرض النقود والناتج لها تأثير فعال على معدل التضخم في نيجيريا. ومن ثم يجب التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية لتحقيق معدل التضخم المستهدف. درس (Okotori, 2019) العلاقة بين السياسة النقدية ومعدل التضخم بالاعتماد على اختبار جوهانسون للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ وذلك من خلال دراسة تأثير كل من عرض النقود وسياسة الفائدة وسعر الصرف والاحتياطيات البنكية ونسبة السيولة وأذون الخزانة على معدل التضخم. وأوضحت الدراسة أن المعروض النقدي وسعر الصرف وسعر الفائدة وأذون الخزانة والاحتياطيات البنكية ونسبة السيولة لهم تأثير فعال على معدل التضخم في نيجيريا. تناولت دراسة (Ha et al., 2020) كيفية تمرير سعر الصرف إلى أسعار المستهلك من خلال متابعة طبيعة الصدمة للسياسة النقدية لـ ٥٥ دولة، وانتهت نتائج الدراسة إلى أن أكبر الصدمات انتقالاً إلى أسعار المستهلك هي الصدمات المرتبطة بمقاييس تمرير سعر الصرف، وتوصلت أيضاً إلى أن تدابير التمرير تميل إلى أن تكون أقل في البلدان التي تجمع بين مرونة أنظمة سعر الصرف واستهداف التضخم، وأضافت الدراسة أن استقلالية البنك المركزي يمكن أن تسهل إلى حد كبير مهمة تثبيت التضخم عن طريق استخدام سعر الصرف كحائط صد ضد الصدمات الخارجية. قامت دراسة (Urquhart, 2022) بدراسة العلاقة بين الدين العام ومعدل التضخم لتحديد فعالية النظرية المالية لتحديد الأسعار باستخدام بيانات من بارجواي ونموذج SVAR. وخلصت الدراسة إلى عدم فعالية

الدين العام في التأثير على معدل التضخم وفعالية السياسة النقدية في التأثير على معدل التضخم. ومن ثم يجب التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في التأثير على معدل التضخم. كما درس (Kaur, 2022) العلاقة بين العجز المالي ومعدل التضخم في الهند والصين. واستخدمت هذه الورقة نموذج VAR لاختبار العلاقة بين الدين العام ومعدل التضخم في الهند والصين. وتؤيد نتائج هذه الورقة الفرضية القائلة بأن العجز المالي تضخمي فقط في الهند. ولكن لا تؤيد هذه النتيجة بالنسبة للصين. كما العجز المالي وعرض النقود وسعر الصرف وأسعار النفط كلها عوامل مؤثرة على التضخم في الهند.

وفي مصر حاولت دراسة (Al – Mashat & Billmeier, 2007) تقديم إطار تطبيقي يتم من خلاله تقييم دور الآليات المختلفة للسياسة النقدية، واستخدمت الدراسة بيانات شهرية خلال الفترة يناير ١٩٩٦ حتى يونية ٢٠٠٥. وتوصلت الدراسة إلى ضعف دور آلية الفائدة في نقل أثر السياسة النقدية خاصة في ظل عدم توافر إطار لأسعار الفائدة قصيرة الأجل الأمر الذي يؤدي إلى صعوبة استخدامه كمؤشر للسياسة النقدية. هدفت دراسة (Helmy, 2010) إلى دراسة العلاقة طويلة الأجل بين العجز في الموازنة العامة ومصادر تمويله ومعدل التضخم في مصر، ومدى تأثير هذه العلاقة بالتفاعل الديناميكي بين تلك المتغيرات في الأجل القصير باستخدام بيانات سنوية للفترة من ١٩٨٢ – ٢٠٠٦، وقد انتهت الدراسة إلى أن لعجز الموازنة دور بارز في زيادة التضخم في مصر مما صعب تحقيق الاستقرار في الأسعار. ودرس (Abdelraouf et al, 2021) تأثير كل من سعر الصرف وعرض النقود وتغيرات الأسعار النسبية وصدّات جانب العرض مثل أسعار البترول وأسعار السلع العالمية على معدل التضخم في مصر خلال الفترة من ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨ وباستخدام بيانات شهرية ونموذج ARDL ونموذج VAR. وتوصلت الدراسة إلى فعالية كل من النقود وتغيرات الأسعار النسبية في التأثير على معدل التضخم في مصر. اهتمت دراسة (إبراهيم، ٢٠٢١) بالتعرف على محددات معدل

الصرف الأجنبي في مصر خلال الفترة ١٩٩٩ - ٢٠١٩ باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية الديناميكية. وأكدت نتائج الدراسة على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية وموجبة بين معدل الصرف الحقيقي في مصر وكل من عرض النقود بمعناه الواسع M2 ومعدل التضخم. واقترحت الدراسة أن يقوم البنك المركزي بقدر الإمكان بالحد من زيادة المعروض النقدي M2 حيث تربطه علاقة طردية بمعدل الصرف الحقيقي. هدفت دراسة (مرسى ، ٢٠٢١) إلى إجراء دراسة تحليلية للعلاقة بين العجز الموازي ومعدل التضخم في الاقتصاد المصري خلال الفترة (١٩٩٩ - ٢٠١٩) باستخدام المنهج التحليل كما تم استخدام المنهج الكمي وتوصلت الدراسة إلى أن عجز الموازنة العامة في مصر يغلب عليه طابع التزايد كما أن هناك علاقة طردية موجبة في الاجلين ( القصير والطويل ) بين عجز الموازنة العامة ومعدل التضخم .اختبرت دراسة (الجزار والبرماوي، ٢٠٢٢) أثر الصدمات غير المتماثلة لسعر الصرف على معدل التضخم في مصر وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة غير الخطي (NARDL)، اعتماداً على بيانات سلاسل زمنية شهرية تغطي الفترة من يناير ٢٠١٦ حتى ديسمبر ٢٠٢٠. وقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين سعر الصرف ومعدل التضخم غير خطية، أي أن التأثير غير متماثل، كما أن معدل التضخم يتأثر بالصدمات الايجابية لسعر الصرف في الأجل القصير، ولا يتأثر بالصدمات السلبية. أما في الأجل الطويل فقد بينت الدراسة أن تأثير كل من الصدمات الايجابية والسلبية لسعر الصرف على معدل التضخم غير معنوي. قام (البرماوي والجزار، ٢٠٢٢) بدراسة التأثير غير المتماثل لصدمات سعر الفائدة على معدل التضخم في مصر باستخدام نموذج (NARDL)، واعتماداً على بيانات سلاسل زمنية شهرية تغطي الفترة من يناير ٢٠١٦ حتى ديسمبر ٢٠٢٠. وقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل التضخم غير خطية، وأن العلاقة بين الصدمات الموجبة لسعر الفائدة ومعدل التضخم علاقة طردية ولها معنوية إحصائية، أما الصدمات السالبة لسعر الفائدة

فتأثيرها غير معنوي على التضخم في الأجل القصير، أما في الأجل الطويل فلم تجد الدراسة لسعر الفائدة تأثيراً معنوياً على التضخم سواء للصدمات الموجبة أو السالبة. هدفت دراسة (الغايش، ٢٠٢٣) إلى محاولة التوصل إلى مدى تأثير الارتفاع المتتالي لسعر الفائدة في كبح جماح التضخم في مصر. واستخدم الباحث المنهج الاستنباطي والمنهج الاستقرائي، بالاعتماد على بيانات البنك الدولي للفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٢٢. وقد بين التحليل القياسي أن رفع سعر الفائدة يساعد في علاج التضخم بنسبة حوالي ٣٠٪ فقط من علاج المشكلة. وقد أوصت الدراسة بأن يكون هناك إجراءات تؤخذ بالتوازي مع آلية تطبيق ارتفاع سعر الفائدة مثل ربط سعر الصرف بسلة من العملات الرئيسية. قامت دراسة (العدل، ٢٠٢٣) بتحليل العلاقة بين سعر الفائدة والتضخم في الاقتصاد المصري خلال الفترة ١٩٩٠ - ٢٠٢٢ وذلك بهدف تقدير مدى تأثير سعر الفائدة على التضخم. اعتمدت الدراسة على الأسلوبين التحليلي والقياسي وأوضحت نتائج النموذج القياسي عدم وجود أثر معنوي لصدمات سعر الفائدة الحقيقي أو الإيجابية أو السلبية على التضخم في الأجل الطويل، وأشارت محصلة نتائج النموذج القياسي إلى عدم فاعلية سعر الفائدة، اسمياً كان أم حقيقياً كأداة لاستهداف التضخم في الحالة المصرية خلال فترة الدراسة. وهدفت دراسة (النجار، ٢٠٢٤) التأكد من مدى فعالية السياسة النقدية في الحد معدلات التضخم، وذلك من خلال تحديد حد أو مستوى العتبة للسياسة النقدية يسمح بالتحكم في معدلات التضخم خلال الفترة ٢٠٠٠ - ٢٠٢٢ في مصر، وذلك باستخدام نموذج الانحدار للعتبة TR. أثبتت النتائج عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل الاحتياطي القانوني على التضخم في مصر خلال فترة الدراسة، بينما تؤكد على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من معدل إعادة الخصم والمعروض النقدي على معدل التضخم في مصر خلال نفس الفترة، وهو ما يشير إلى فاعلية السياسة النقدية للبنك المركزي المصري في بعض من أدوات السياسة النقدية خلال فترة الدراسة. وهدفت دراسة (شكر، ٢٠٢٤) إلى دراسة تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في

عرض النقود والدين الحكومي وسعر صرف الدولار وأسعار البترول والإنفاق الكلي على معدل التضخم في مصر خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٢٢) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة (ARDL) وخلصت الدراسة إلى وجود تأثير ايجابي معنوي لكل من عرض النقود والدين الحكومي على معدل التضخم في الأجلين الطويل والقصير كما يوجد تأثير ايجابي ومعنوي لكل من سعر صرف الدولار والإنفاق الكلي على معدل التضخم في الأجل الطويل فقط. وأوصت الدراسة بضرورة التنسيق بين كل من أدوات السياسة المالية والنقدية للتأثير على معدل التضخم. قامت دراسة (عبير الباجوري، ٢٠٢٤) بتقييم دور السياسة النقدية بأدواتها المختلفة في الحد من التضخم في مصر وذلك باستخدام نموذج (NARDL) بالاعتماد على بيانات سلاسل زمنية خلال الفترة (١٩٨١ - ٢٠١٩). وخلصت الدراسة إلى أن التضخم في مصر يرتبط بشكل اكبر في الأجل الطويل بالعجز العام أو الاختلال المالي، وليس زيادة المعروض النقدي فالتضخم في مصر هو ناتج بشكل أساسي عن عدم التوازن الهيكلي في اقتصاد الدولة. وبالتالي لا يمكن للسياسة النقدية وحدها التعامل مع مشكلة التضخم في الأجل الطويل.

### ٣- استهداف التضخم:

**التضخم:** هو الارتفاع المستمر بمعدل كبير في المستوى العام للأسعار، وترجع ظاهرة التضخم في النظرية إلى ثلاثة أسباب رئيسية، والتي قد ترجع بدورها إلى أسباب أخرى وهذه الأسباب هي الإفراط في الطلب النقدي، الارتفاع في تكلفة العرض، أسباب هيكلية.

**الإفراط في الطلب النقدي:** حيث يؤدي نمو المعروض النقدي بمعدل أعلى من معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي إلى ارتفاع معدل التضخم وسواء تحددت كمية المعروض من النقود بالمعنى الضيق (M1) أم المعنى الواسع (M2) فإن الودائع الجارية بالعملة المحلية تدخل في هذه الكمية، وهي التي تحكم حجم الائتمان المصرفي الذي قد يؤدي التوسع فيها إلى ارتفاع معدل التضخم (العيسوي، ٢٠٠٧)،

ومن الأسباب الرئيسية لزيادة المعروض النقدي - خاصة في الدول النامية - تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، كما تعتبر العلاقة بين عجز الموازنة العامة والتضخم تبادلية تسير في اتجاهين، فبجانب أن عجز الموازنة قد يكون أحد أسباب التضخم فإن التضخم يؤدي إلى ارتفاع عجز الموازنة. كما تؤثر أيضا طريقة استخدام الدين العام والوضع الاقتصادي (ركود - توظيف كامل) في حالة الاقتراض لتمويل عجز الموازنة على معدل التضخم. فإذا استخدم هذا الدين في الإنفاق الجاري أدى هذا إلى ارتفاع معدل التضخم في الأجلين القصير والطويل، أما إذا استخدم في إقامة استثمارات جديدة في اقتصاد يعاني من الركود فإنه قد يؤدي إلى تخفيض معدل التضخم في الأجل الطويل وإن ساهم في رفعه في الأجل القصير (النجار، ١٩٩٢).

**الارتفاع في تكلفة العرض:** وتنتج الزيادة في تكلفة المعروض من السلع والخدمات عند ارتفاع الأجور بمعدلات تزيد عن معدل الزيادة في إنتاجية العامل أو تخفيض قيمة العملة الوطنية عن طريق تغيير سعر الصرف الرسمي بهدف زيادة الصادرات، وذلك عندما لا تكفي عائدات الصادرات لتمويل الواردات وعندما تنخفض الاحتياطيات المتاحة من النقد الأجنبي، ويترتب على ذلك ارتفاع الأسعار المحلية للواردات سواء كانت سلعا نهائية أم وسيطة أم رأسمالية، كما يؤثر رفع أسعار مدخلات العملة الإنتاجية مثلا لطاقة والنقل والسلع المحدد أسعارها إداريا في زيادة تكلفة المعروض، وقد تساهم أيضا عوامل خارجية مثل ارتفاع الأسعار العالمية وبخاصة البترول والسلع الغذائية الرئيسية وانتقال هذا الارتفاع إلى السوق المحلي. وهو ما يطلق عليه التضخم المستورد، هذا بالإضافة إلى إمكانية انتقال آثار الأزمات.

**الأسباب الهيكلية:** وهي تعني الاختلالات في الهيكل الاقتصادي، كما يعتبر وجود خلل في توزيع الدخل أحد الأسباب الهيكلية للتضخم، كما يعتبر عدم انضباط السوق والفساد، وعدم توافر شروط المنافسة من أسباب ارتفاع معدل التضخم.

ومن ناحية أخرى فإنه يمكن بالطبع أن تختلف أسباب التضخم في الدول المتقدمة عنها في الدول النامية أو تختلف في ترتيبها من حيث تأثيرها في أحداث التضخم. وقد ركزت معظم الدراسات التطبيقية على أسباب داخلية وأسباب خارجية. وإن كان هناك تركيز بشكل ملحوظ على الأسباب الداخلية وبخاصة النقدية. ففي دراسة (Lougani & Swagel, 2001) والتي شملت ٥٣ دولة نامية خلال الفترة (١٩٦٤ - ١٩٩٨) توصلت إلى أن ثلثي التغير في التضخم يرجع إلى نمو عرض النقود وتغير سعر الصرف في كل من الأجلين القصير والطويل في الدول النامية، كما أكدت على الدور الهام للتضخم المتوقع في تحديد معدل التضخم. تناولت دراسة (Josifidis, et al., 2011) العلاقة بين استهداف التضخم وأنظمة سعر الصرف، وذلك بالتطبيق على مجموعة من دول أوروبا الشرقية (صربيا، بولندا، التشيك، سلوفاكيا، المجر)، وذلك خلال فترة تحولهم إلى الاقتصادات الحرة، وتوصلت الدراسة إلى أن التعويم المدار بصورة صارمة من السلطات النقدية يمكنه أن يتماشى معه نظام ضعيف نسبياً لاستهداف التضخم، في حين أنه عند استخدام نظام تعويم مدار بصورة ضعيفة يجب أن يقترن به نظام صارم وكامل لاستهداف التضخم. كما حددت دراسة (Hakan, 2012) التحديات التي واجهت تركيا أثناء تبنيها لنظام استهداف التضخم ورأت الدراسة أنه يمكن تطبيق نظام استهداف التضخم على الرغم من عدم توافر كافة المتطلبات مع التأكيد على أن هذا لا يعني ضمناً التنازل عن تطبيق تلك المتطلبات وفي الحالة التركية كان الاستقلال المؤسسي والدعم السياسي من الشروط. وهناك العديد من الدراسات التي تناولت نظام استهداف التضخم وتأثيره في الحد من معدلات التضخم، منها دراسة (Minea & Tapsoba, 2014) والتي بحثت في تأثير نظام استهداف التضخم على تحقيق الانضباط المالي، باستخدام عينة من البلدان النامية والمتقدمة، وتوصلت إلى أن استهداف التضخم يمارس تأثير إيجابي وكبير على الانضباط المالي. كما بحثت دراسة (Gupta & Sengupta, 2014) تقييم استعداد الهند نحو تطبيق نظام استهداف تضخم مرن، وبينت اهتمام السياسة

النقدية للبنك المركزي الهندي بمعدل التضخم مقارنة بمعدل نمو الناتج وتغيرات سعر الصرف، وتوصلت الدراسة إلى أنه يمكن للسياسة النقدية السيطرة على التضخم لكن تتوقف بشكل حاسم على السياسة المالية المطبقة خاصة مع وجود حالة في عجز الميزانية. حاولت العديد من الدراسات تقييم العلاقة التبادلية بين السياسة النقدية والمالية واستهداف التضخم حيث ركزت دراسة (Nguyen, Trong Tai, 2022) على تقييم فعالية السياستين المالية والنقدية في تحقيق الاستقرار في الأسعار واستهداف التضخم في فيتنام خلال الفترة ١٩٩٧ إلى ٢٠٢٠ باستخدام نموذج VAR. وقد خلصت الدراسة إلى أن معدل التضخم يتأثر بمجموعة من العوامل، منها: عرض النقود والإنفاق العام وسعر الفائدة ومعدل الانفتاح التجاري. وإن كان العجز العام هو العامل الأكثر تأثيراً في معدلات التضخم في الدولة خلال فترة الدراسة. وهو ما دفع الدراسة في النهاية إلى التأكيد على ضرورة الدمج بين أدوات السياستين النقدية والمالية في استهداف التضخم.

وفي مصر هدفت دراسة (Al-Mashat, 2008) إلى تقييم مدى استعداد مصر لتبني إطار استهداف التضخم بالمقارنة مع البلدان الأخرى، وخلصت الدراسة إلى أن الاقتصاد المصري لا يعاني من أي عوائق تجعله غير مؤهل لتبني إطار استهداف التضخم، إلا أن ذلك يتطلب اتخاذ مجموعة من الإصلاحات منها تحسين أوضاع المالية العامة وتطوير قاعدة بيانات الاقتصاد الكلي. هدفت دراسة (فاروق الجزار وسمير غازي، ٢٠٢٣) إلى قياس استهداف التضخم باستخدام السياسات النقدية والمالية في مصر خلال الفترة من ١٩٧٦ - ٢٠٢٠ باستخدام نموذج (ARDL) واختبارات جزر الوحدة واختبار الحدود للتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين السياسة النقدية والمالية والتضخم وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة فروق بين سعر الصرف والتضخم لنفس الفترة عكسية عند ٤ فترات إبطاء ويظهر من النتائج أيضاً أن هناك علاقة عكسية معنوية بين سعر الفائدة والتضخم لنفس العام وفي العام الذي يليه و— ٤ أعوام أما في الأجل الطويل فهناك غياب

لعلاقة التكامل المشترك أي العلاقة طويلة الأجل من المتغيرات المستقلة والممثلة للسياسة النقدية والمالية والمتغيرات الحاكمة والتضخم.

كما هدفت دراسة (إبراهيم، ٢٠٢٣) دراسة مدى نجاح سياسة رفع أسعار الفائدة وتحرير سعر الجنيه في استهداف التضخم واستقرار سعر الصرف من أجل فهم متطلبات وتحديات السياسة النقدية، وبينت النتائج أن تأثير سياسة رفع أسعار الفائدة يظهر في المدى القصير وذلك لسهولة تكييف السياسة النقدية مع الأوضاع الاقتصادية لكن مع الأخذ في الاعتبار أن باقي أدوات السياسة النقدية ليست حلا سريعاً فهي تحتاج إلى وقت حتى تصبح نافذة المفعول وتحتاج كذلك لمزيد من الشروط النقدية، وأن عدم رفع أسعار الفائدة كان سيضع ضغطاً على الجنيه المصري كما كان سيدفع المستثمرين إلى بيع أصولهم وتوظيف عائدات الاستثمارات المقومة بالدولار ذات العوائد المرتفعة.

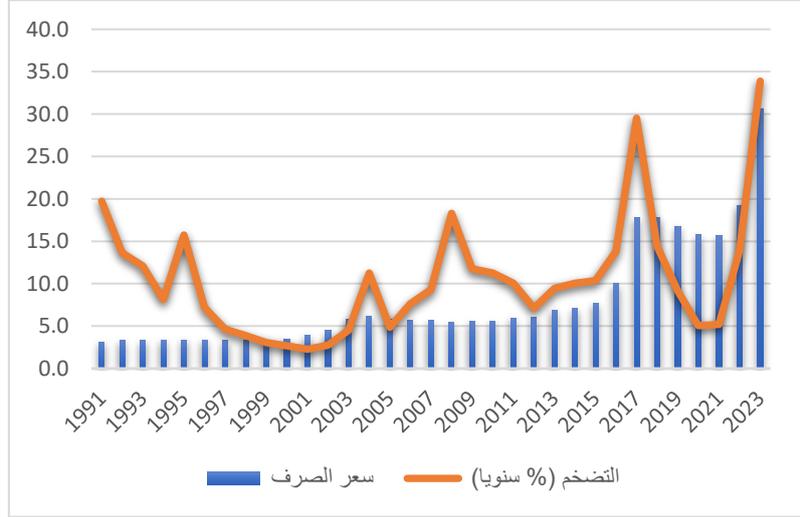
**ثانياً: تحليل تطور أداء ممرات انتقال اثر السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم في الاقتصاد المصري خلال الفترة**

**(١٩٩١ - ٢٠٢٣)**

يمكن تحليل أثر ممرات السياستين النقدية والمالية على معدلات التضخم من خلال تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاثة مراحل:

المرحلة الأولى (١٩٩١ - ٢٠٠٢) مرحلة تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي. المرحلة الثانية: (٢٠٠٣ - ٢٠١٣) وقد شهدت تبني مجموعة من السياسات النقدية والمالية التوسعية وانتهت بتراجع في أداء النشاط الاقتصادي متأثراً بأحداث يناير (٢٠١١) وما بعدها. المرحلة الثالثة (٢٠١٤ - ٢٠٢٣) وتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي وتبني سياسة تحرير سعر الصرف اعتباراً من عام (٢٠١٦).

شكل (١): تطور معدل التضخم في الاقتصاد المصري خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٢٣)



المصدر: بيانات الجدول رقم (٢) بالملحق

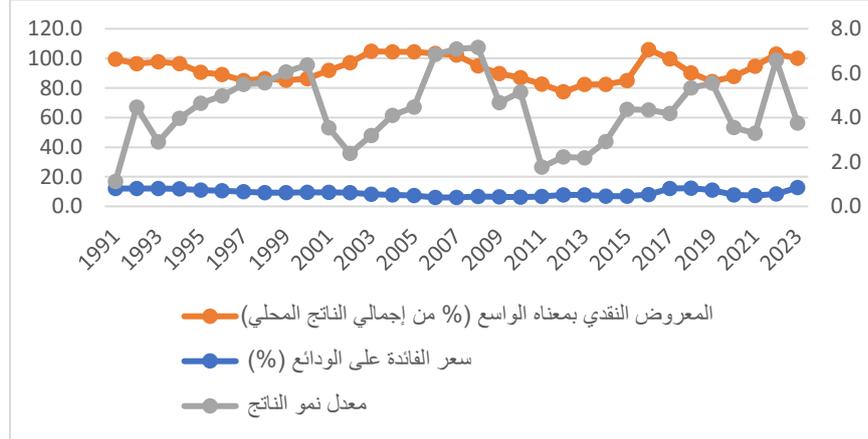
#### المرحلة الأولى (١٩٩١ - ٢٠٠٢):

شهدت الفترة من (١٩٩١) حتى ٢٠٠٢ اتجاهاً تنازلياً واضحاً في معدلات التضخم حيث انخفض المعدل من ١٩.٧٪ إلى ٢.٧٪ في (٢٠٠٢) متأثراً بالسياسات الانكماشية لبرنامج الإصلاح الاقتصادي حيث بدأت الحكومة المصرية مرحلة من الإصلاح الاقتصادي بمساندة صندوق النقد الدولي وطبقت حزمة من السياسات للتخلص من التشوهات السعرية ومعالجة الاختلالات الهيكلية. ومن أهم السياسات سياسة سعر الصرف والتي مرت بعدة مراحل على النحو التالي:

بدأت مرحلة سعر الصرف الثنائي في فبراير (١٩٩١) ثم مرحلة سعر الصرف الموحد والمربوط بالدولار (أكتوبر ١٩٩١ - ٢٠٠٠) حيث تم توحيد سعر الصرف باعتبار سعر الصرف مرساة اسمية ويتحدد سعر الصرف بناء على قوى العرض والطلب دون تدخل البنك المركزي، وإن كان يؤثر بشكل غير مباشر من خلال عمليات السوق المفتوحة (سليمان، ٢٠٠٠). وأيضاً ألغت الحكومة جميع القيود

المفروضة على المتعاملين في النقد الأجنبي بغرض تحرير سوق النقد واستقر سعر الصرف بمتوسط حوالي ٣.٣٩ جنيهاً للدولار حتى عام (١٩٩٩) ولم ينخفض سعر الصرف الاسمي للجنيه إلا بنسبة طفيفة جداً (٠.٣٪ في المتوسط) خلال هذه الفترة. وساهم احتياطي النقد الأجنبي في تحقيق الاستقرار في سوق النقد حيث بلغ ١٨.٦ مليار دولار عام (١٩٩٧) بعد أن كان ١.٥ مليار دولار في عام (١٩٨٨) ورغم ضغوط صندوق النقد الدولي منذ (١٩٩٣) بضرورة تخفيض قيمة الجنيه إلا أن الحكومة المصرية رفضت، إلا أن نقص المعروض من الدولار مع استمرار زيادة الطلب عليه (الخواجة، ٢٠٠٢)، وتزايد عمليات المضاربة على النقد الأجنبي بدأت قيمة الجنيه بعد ذلك في التدهور وحاول البنك المركزي من عام (١٩٩٨) مواجهة زيادة الطلب بالتدخل مما أدى إلى تراجع احتياطي النقد الأجنبي ولكن تدخل الحكومة كان متأخراً وبكميات أقل مما أسهم في زيادة حدة المشكلة، لذا سمح البنك المركزي منذ مايو (٢٠٠٠) بانخفاض قيمة الجنيه ثم تزايد معدل الانخفاض فسجل سعر الصرف ٣.٩٧ جنيهاً للدولار عام (٢٠٠١) بعد أن بلغ ٣.٤٧ جنيه عام (٢٠٠٠). بدأت مرحلة الربط الزاحف (٢٠٠١، ٢٠٠٢): وشهدت هذه المرحلة تخفيض لقيمة الجنيه أكثر من مرة واستمر الانخفاض الى ان وصل السعر إلى ٤.٥٢ جنيه للدولار، كما اتخذت الحكومة بعض الإجراءات النقدية منها إلزام شركات الصرف بتسوية مراكزها يومياً وبيع فائض النقد الأجنبي للبنك المركزي أو البنوك الأخرى وذلك لوقف المضاربات، كما أغلقت بعض شركات الصرافة المخالفة لتعليمات البنك المركزي وعادت السوق السوداء مرة أخرى فتعددت أسعار الصرف وارتفعت عن سعر البنك المركزي واضطر البنك المركزي لخفض قيمة الجنيه المصري مرة أخرى وضبط سعر الصرف عند مستوى ٤.٥٢ للدولار وقد أبقى البنك المركزي هذا المعدل حتى إعلانه اعتماد نظام تعويم سعر الصرف في يناير ٢٠٠٣. كذلك شهدت الفترة تراجع نسبة المعروض النقدي من ٨٧.٥٪ عام ١٩٩١ إلى ٧٦.٧٪ عام (٢٠٠٠) وبلغ متوسط نسبة المعروض النقدي ٨١.٣٪ (خلال المرحلة)

**شكل (٢): تطور معدلات المعروض النقدي بمعناه الواسع وسعر الفائدة ومعدل نمو الناتج في الاقتصاد المصري خلال الفترة ( ١٩٩١-٢٠٢٣ )**



المصدر: بيانات الجدول رقم (١) بالملحق

وفي إطار العلاقة التكاملية بين السياستين النقدية و المالية ونظراً لأن السيطرة على معدلات التضخم تتطلب إما تقليص حجم الطلب على السلع والخدمات أو زيادة المعروض نجد أن الحكومة انتهجت الحل الأسهل وهو تقليص حجم الطلب وذلك لأن زيادة المعروض يتطلب حجم هائل من الاستثمارات بالإضافة إلى ضعف الجهاز الإنتاجي وهو ما لا يمكن تحسينه في الأجل القصير، وفي ضوء ذلك قامت الحكومة بإصدار سندات الخزنة لامتنصاص السيولة من السوق فضلاً عن امتناع البنك المركزي عن تمويل عجز الميزانية بالإصدار النقدي. واتجهت السياسة المالية إلى توجيه النفقات الاستثمارية نحو مشروعات البنية التحتية بموارد حقيقية دون اللجوء إلى الجهاز المصرفي وانعكس ذلك إيجابياً في تراجع ملحوظ في نسبة العجز الكلي للموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي والتي انخفضت من ٢٠.٣% عام (١٩٩١) إلى ١١.٨% عام (٢٠٠٢) مسجلة أقل نسبة لها ١% عامي (١٩٩٧، ١٩٩٨) على التوالي وكان متوسط نسبة العجز الكلي / الناتج المحلي الإجمالي

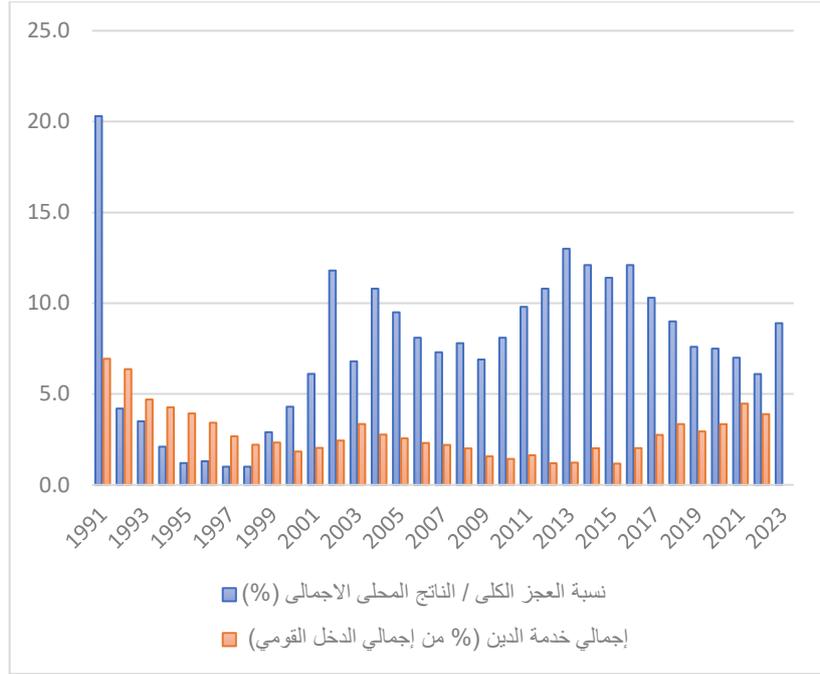
حوالى ٤.٩٪ خلال تلك المرحلة وقد يرجع ذلك إلى إتباع سياسات انكماشية في اطار علاقة تكاملية بين السياستين النقدية والمالية للسيطرة على عجز الموازنة العامة ومعدل التضخم. كما انخفض الدين الخارجي كنسبة من الناتج من ٨٧.٢٪ عام (١٩٩١) إلى ٣٢.٣٪ عام (٢٠٠٠) وكذلك انخفض الدين المحلي كنسبة من الناتج من ٨٣.٢٪ عام (١٩٩١) إلى أن وصل أدنى مستوى ١٥٪ عام (١٩٩٨) وانعكس آثار السياسات المالية في خفض معدل إجمالي خدمة الدين كنسبة من الدخل القومي من ٦.٩٤٪ عام (١٩٩١) إلى ٢.٤٪ عام (٢٠٠٢) مسجلاً أدنى مستوياته ١.٨٣٪ عام (٢٠٠٠). ساهمت تلك السياسات في خفض معدل التضخم ليسجل متوسط ٧.٣٪ خلال المرحلة (١٩٩٢ - ٢٠٠٢) مقارنة بمعدل قدره ١٩.٧٪ عام (١٩٩١). ومن ثم نستطيع القول أن تلك المرحلة قد شهدت تحركاً في اتجاه العلاقة التكاملية بين السياستين النقدية والمالية للسيطرة على معدلات التضخم، وأن كان ضعف الجهاز الإنتاجي (جانب العرض) أدى إلى زيادة الضغط على الاحتياطيات الأجنبية مما أدى إلى انخفاض قيمة العملة وزيادة الضغوط التضخمية

### المرحلة الثانية (٢٠٠٣ - ٢٠١٣):

ارتفع معدل التضخم بشكل ملحوظ من ٤.٥٪ عام ٢٠٠٣ إلى ١١.٣٪ عام (٢٠٠٤) وذلك اتصالاً بتعويم الجنيه المصري (تخفيض سعر صرف الجنيه مقابل الدولار)، حيث بدأت في يناير (٢٠٠٣) مرحلة التعويم المدار (٢٠٠٣/٢٠١٣)، وفقد الجنيه المصري حوالي ٢٠٪ من قيمته أمام الدولار خلال شهر من اعتماد النظام الجديد، واستمر هذا الاتجاه نحو الانخفاض إلى أن بلغ سعر صرف الجنيه المصري ٦.١٦ جنية للدولار في نهاية يونيو (٢٠٠٣) ولا يعتبر هذا النظام تعويماً كاملاً نتيجة لتحكم الحكومة في تدفقات النقد الأجنبي الداخلة والخارجة من السوق من خلال البنوك وغيرها. وقد ساهمت العديد من العوامل إلى تقلص الفجوة في النقد الأجنبي وأهمها تطبيق نظام الانترنتك الدولار في ديسمبر (٢٠٠٤) فتحسنت قيمة الجنيه خلال النصف الأول من عام (٢٠٠٥) حتى (٢٠٠٦) ليبلغ في المتوسط

٥.٧٦ جنيهاً للدولار في منتصف يونيو (٢٠٠٦) خاصة مع إعلان البنك المركزي عن نيته لتبني سياسة استهداف التضخم كدعامة للسياسة النقدية على المدى المتوسط وإن كان ساد سوق الصرف استقرار نسبي ولم يحدث سوى تذبذب في نطاق ضيق للجنيه مقابل الدور حيث سجل أقل سعر في أغسطس (٢٠٠٨) بلغ ٥.٢٩ في حين سجل أعلى معدلات ٥.٧٩ في نوفمبر (٢٠١٠) . وبعد احداث يناير (٢٠١١) وما بعدها سادت حالة من عدم الاستقرار , كما حدث انخفاض في سعر الصرف الجنيه المصرى ليصل الى ٦.١٢ في (ديسمبر ٢٠١٢) مقابل ٥.٧٩ في (يناير ٢٠١١) واستمر الانخفاض الى ان بلغ متوسط سعر صرف الجنية المصرى امام الدولار ٦.٨٣ في عام (٢٠١٣) ونتيجة لعدم قدرة البنك المركزى الوفاء بالطلبات ظهرت ازمة النقد الاجنبى والسوق السوداء في العودة مره أخرى والعودة الى نظام سعر الصرف الثنائى كما كان الوضع قبل برنامج الإصلاح الاقتصادى (١٩٩١) . من ناحية أخرى تبع مرحلة التعويم (يناير ٢٠٠٣) حزمة من السياسات التوسعية وارتفعت معدلات نمو المعروض النقدي وانخفضت سعر الفائدة على الودائع والقروض بمعدل أعلى من معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي وهو ما قد ساهم سلباً على معدلات التضخم.

شكل (٣): تطور نسبة العجز الكلي و إجمالي خدمة الدين في الاقتصاد المصري خلال الفترة ( ١٩٩١-٢٠٢٣ )



المصدر : بيانات الجدول رقم (٢) بالملحق

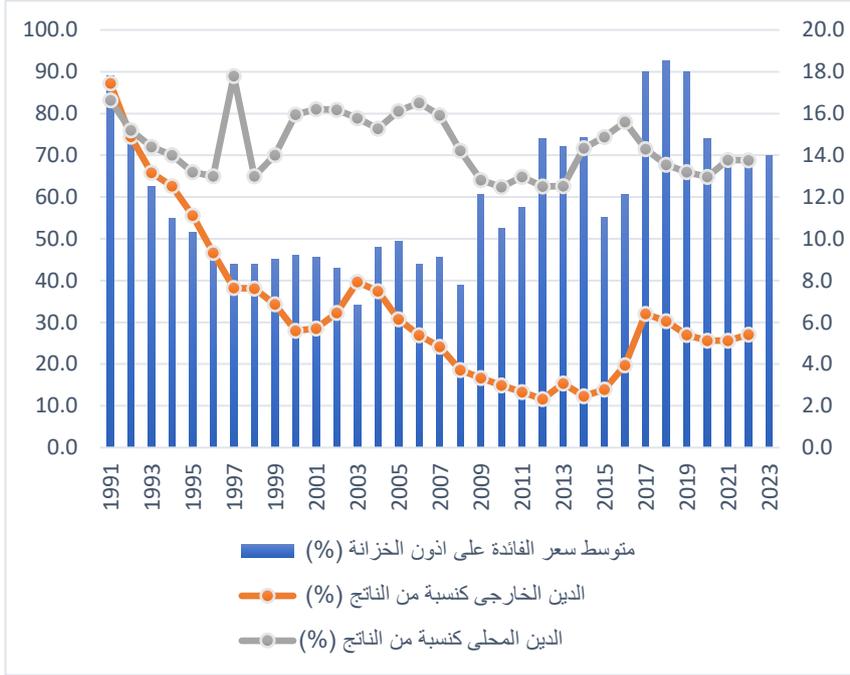
وعلى صعيد السياسة المالية ارتفعت نسبة العجز الكلي في الموازنة العامة للدولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لتصل إلى ١٣٪ عام (٢٠١٣) بمتوسط بلغ ٨.٩٪ خلال المرحلة اتصالاً بانتهاج سياسات مالية توسعية، وأن كانت السياسة المالية نجحت في خفض كلا من نسبة الدين الخارجي والدين المحلي كنسبة من الناتج وانعكس ذلك ايجابياً على خفض نسبة إجمالي خدمة الدين ليصل إلى ١.٢٪ من إجمالي الدخل القومي عام (٢٠١٣).

وفيما يخص العلاقة التكاملية، يمكن القول أن تلك المرحلة شهدت ثمة توافق بين أهداف ممرات السياستين النقدية والمالية حيث تبنت السياسة المالية سياسات توسعية هدفها زيادة معدلات النمو الاقتصادي وساهمت السياسة النقدية في ذات التوجهة بزيادة نسبة المعروض النقدي وخفض أسعار الفائدة مما ساهم في زيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وتخطى حاجز ٧٪ أعوام (٢٠٠٨، ٢٠٠٨) إلا أن المرحلة شهدت صعوداً في معدلات التضخم تأثيراً بانخفاض قيمة العملة الوطنية والمساهمة الضعيفة للقطاع الإنتاجي (الصناعي، الزراعي) في معدلات النمو، حيث كانت القطاعات الخدمية المساهم الرئيسي في معدلات النمو الاقتصادي.

#### المرحلة الثالثة: (٢٠١٤ - ٢٠٢٣):

قفز معدل التضخم من ٩.٤٪ عام (٢٠١٣) إلى ٣٣.٨٪ عام (٢٠٢٣) اتصالاً بسياسات تحرير سعر صرف الجنيه المصري اعتباراً من نوفمبر (٢٠١٦) وحتى نهاية فترة الدراسة (٢٠٢٣) بل وامتدت أيضاً حتى عام (٢٠٢٤) حتى ظهر بوضوح تأثير معدلات التضخم سلباً بصدمات سعر الصرف بشكل كبير. وذلك لاعتماد الاقتصاد المصري بدرجة كبيرة على التجارة الخارجية خاصة الواردات من السلع الاستهلاكية وبخاصة (الغذائية) والوسيطه والرأسمالية. كما يعتبر ارتفاع الأسعار العالمية من مدخلات الإنتاج والمنتجات البترولية أحد أسباب ارتفاع تكلفة العرض وهي أسباب خارجية بالطبع. أما العنصر الثاني الهام هو الأفراط في الطلب النقدي (نمو المعروض النقدي).

شكل (٤): تطور معدلات الدين الخارجية والدين المحلي و متوسط سعر الفائدة على اذون الخزانة في الاقتصاد المصري خلال الفترة ( ١٩٩١-٢٠٢٣ )



المصدر : بيانات الجداول رقم (١) و (٢) بالملحق

وفيما يخص السياسة المالية ارتفعت نسبة العجز الكلي في الموازنة العامة للدولة تأثراً بالسياسة التوسعية التي تبنتها الحكومة المصرية منذ عام (٢٠١٦) مما ساهم في زيادة الضغوط التضخمية بشكل كبير. على الرغم من تحسن نسبة عجز الموازنة العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي (١٩٩١) إلى أنه سرعان ما بدأت نسبة العجز الكلي في الزيادة اعتباراً من عام (٢٠٠٠) وحتى نهاية فترة الدراسة (٢٠٢٣) وأن كانت شهدت تذبذباً في بعض السنوات صعوداً وهبوطاً إلا أن المرحلة (٢٠١٤ - ٢٠٢٣) شهدت أعلى متوسط

لنسبة العجز الكلي خلال فترة الدراسة بلغ حوالي ٩.٢٪ وتم تمويل العجز باستخدام ممر سعر الفائدة وهو ما يعد تعزيزاً للضغوط التضخمية، خاصة في ظل اختلال بين كلاً من معدلي نمو المعروض النقدي وأسعار الفائدة من ناحية ومعدل نمو الناتج القومي الحقيقي من ناحية أخرى. ومع زيادة العجز الكلي والاعتماد على أدون الخزنة في سد الفجوة أدى ذلك إلى ارتفاع أسعار الفائدة على أدون الخزنة وأسعار الفائدة على الودائع. وترتب على ذلك ارتفاع نسبة إجمالي خدمة الدين إلى ٣.٨٩٪ عام (٢٠٢٣) كنسبة من إجمالي الدخل القومي وهو ما ساهم في زيادة العجز الكلي ويتفق مع النظرية الاقتصادية بأن ارتفاع سعر الفائدة يؤثر سلباً بارتفاع الدين العام، خاصة إذا كان التضخم نتيجة لنقص العرض وزيادة تكلفة الإنتاج وليس كنتيجة لزيادة الطلب. ورغم زيادة معدلات النمو الاقتصادي متأثرة بالسياسات التوسعية للدولة خلال المرحلة (٢٠١٤ - ٢٠٢٣) إلا أنها لم تساهم في ضبط الأسعار نتيجة لضعف مساهمة القطاعات الإنتاجية والاعتماد على الأنشطة الاستخراجية والخدمية والعقارية وفيما يخص العلاقة التكاملية بين السياستين النقدية والمالية خلال المرحلة، نجد أنه أصبح هناك ثمة تعارض واضح بين أهداف السياستين النقدية والمالية ولم ينجح ممر سعر الفائدة في امتصاص التضخم خاصة مع زيادة نسبة المعروض النقدي. وفيما يخص ممر سعر الصرف يتلاحظ ان سياسات تعويم سعر الصرف تمت في ظل ثلاثة عوامل تتنافى مع القواعد المعمول بها عند تحرير سعر الصرف. أولاً هو أن سعر الصرف لم يكن يعبر عن السعر التوازني والثاني أن هناك اتجاهاً نحو استنزاف الاحتياطيات. حيث يجب أن يتوافر حجم من الاحتياطي يتحمل مواجهة الانخفاض المتوقع في قيمة العملة والثالث هو وجود سياسة نقدية توسعية ومعدلات تضخم مرتفعة مما دعم مناخ عدم الثقة وأدى في النهاية إلى انخفاض قيمة الجنيه المصري أكثر من مره خلال المرحلة. كما أن سياسات تعويم سعر الصرف أدت إلى ارتفاع تكلفة العرض والذي يمثل عنصراً هاماً في ارتفاع معدلات التضخم خلال المرحلة.

### ثالثاً : التحليل الإحصائي للبيانات

سوف يركز هذا الجزء على تحليل بيانات عينة الدراسة باستخدام بعض الأساليب الإحصائية لدراسة اثر العلاقة التكاملية بين ممرات السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٢٣). فسوف يتم استخدام كلاً من اهم ممرات السياسة النقدية (سعر الصرف الرسمي، وسعر الفائدة على الودائع، ومعدل نمو المعروض النقدي)، واهم ممرات السياسة المالية (نسبة العجز الكلي، والدين الخارجي، والدين المحلي، وإجمالي خدمة الدين) كمتغيرات مستقلة *Independent Variables*، واستخدام معدل التضخم كمتغير تابع *Dependent Variable*. والجدول (١) يُعطي توصيفاً لمتغيرات الدراسة.

#### جدول (١)

##### توصيف متغيرات الدراسة

الرمز المستخدم	المتغيرات	طبيعة المتغيرات
EXR	سعر الصرف الرسمي	المتغيرات المستقلة
IR	متوسط سعر الفائدة على الودائع (%)	
MS2	معدل نمو المعروض النقدي / الناتج (%)	
TD	نسبة العجز الكلي / الناتج المحلي (%)	
ED	الدين الخارجي / الناتج المحلي (%)	
DD	الدين المحلي / الناتج المحلي (%)	
DS	إجمالي خدمة الدين / الدخل القومي (%)	
INF	معدل التضخم	المتغير التابع

مصادر البيانات المتغيرات : تم الاعتماد في هذه الدراسة على بيانات سنوية اعتباراً من **world bank indicators** عام ١٩٩١ الى عام ٢٠٢٣ بالاستعانة ببيانات كلا من / البنك المركزي المصري - قطاع البحوث الاقتصادية - النشرة الإحصائية **online** اعداد مختلفة .

### ١. إجراء اختبار السببية (*Causality test*)

لتحديد *Granger Causality test* تم إجراء اختبار السببية باستخدام اختبار طبيعة العلاقة السببية بين المتغيرات، والجدول (٢) يعرض نتيجة اختبار جرانجر بين متغيرات الدراسة. *Granger Causality test* للسببية

#### جدول (٢)

#### اختبار العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة

<i>F-test</i> اختبار		العلاقات السببية	<i>F-test</i> اختبار		العلاقات السببية
القيمة الاحتمالية <i>p-value</i>	قيمة الاختبار <i>F</i>		القيمة الاحتمالية <i>p-value</i>	قيمة الاختبار <i>F</i>	
0.166	1.925	INF ← EXR	0.161	1.959	EXR ← INF
0.543	0.626	INF ← IR	0.254	1.443	IR ← INF
0.099	2.530	INF ← MS2	0.000	12.136	MS2 ← INF
0.240	1.506	INF ← TD	0.296	1.277	TD ← INF
0.426	0.883	INF ← ED	0.438	0.851	ED ← INF
0.123	2.272	INF ← DD	0.876	0.133	DD ← INF
0.520	0.670	INF ← DS	0.593	0.533	DS ← INF
0.237	1.523	EXR ← IR	0.297	1.272	IR ← EXR
0.226	1.575	EXR ← MS2	0.000	10.432	MS2 ← EXR
0.906	0.099	EXR ← TD	0.892	0.115	TD ← EXR
0.869	0.141	EXR ← ED	0.809	0.213	ED ← EXR
0.574	0.567	EXR ← DD	0.620	0.487	DD ← EXR
0.012	5.219	EXR ← DS	0.892	0.115	DS ← EXR
0.151	2.033	IR ← MS2	0.001	9.756	MS2 ← IR
0.094	2.588	IR ← TD	0.380	1.006	TD ← IR
0.762	0.275	IR ← ED	0.370	1.033	ED ← IR
0.693	0.372	IR ← DD	0.838	0.178	DD ← IR
0.522	0.667	IR ← DS	0.074	2.884	DS ← IR

اختبار $F$ -test		العلاقات السببية	اختبار $F$ -test		العلاقات السببية
القيمة الاحتمالية $p$ -value	قيمة الاختبار $F$		القيمة الاحتمالية $p$ -value	قيمة الاختبار $F$	
0.512	0.686	MS2 ← TD	0.626	0.476	TD ← MS2
<b>0.008</b>	5.936	MS2 ← ED	0.784	0.246	ED ← MS2
0.308	1.234	MS2 ← DD	0.116	2.347	DD ← MS2
0.077	2.829	MS2 ← DS	0.675	0.399	DS ← MS2
0.585	0.548	TD ← ED	<b>0.002</b>	8.311	ED ← TD
0.635	0.462	TD ← DD	0.861	0.151	DD ← TD
0.051	3.340	TD ← DS	<b>0.011</b>	5.411	DS ← TD
0.953	0.048	ED ← DD	0.058	3.190	DD ← ED
<b>0.001</b>	9.288	ED ← DS	0.949	0.053	DS ← ED
0.829	0.189	DD ← DS	0.951	0.050	DS ← DD

يتضح من الجدول (٢) أن:

أ- معدل نمو المعروض النقدي (MS2) يؤثر على (يسبب) كلاً من معدل التضخم (INF)، وسعر الصرف الرسمي (EXR)، وسعر الفائدة على الودائع (IR)، والدين الخارجي (ED) فقط، حيث انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار  $F$  عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥% ( $p$ -value <  $\alpha = 0.05$ ).

ب- بينما الدين الخارجي (ED) يؤثر على (يسبب) كلاً من نسبة العجز الكلي (TD)، وإجمالي خدمة الدين (DS) فقط، حيث انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار  $F$  عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥% ( $p$ -value <  $\alpha = 0.05$ ).

ت- في حين إجمالي خدمة الدين (DS) يؤثر على (يسبب) نسبة العجز الكلي (TD) فقط، حيث انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار F لتلك المتغيرات عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥% ( $p\text{-value} < \alpha = 0.05$ ).

ث- وأخيراً سعر الصرف الرسمي (EXR) يؤثر على (يسبب) إجمالي خدمة الدين (DS) فقط، حيث انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار F عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥% ( $p\text{-value} < \alpha = 0.05$ ).

## ٢. بناء النموذج القياسي

تتطلب نماذج التكامل المشترك (على سبيل المثال، نموذج انجل جرانجر، نموذج جوهانسن) أن تكون المتغيرات محل الدراسة متكاملة من نفس الرتبة (الدرجة الصفرية (0) أو الدرجة الأولى (1) )، وحيث اتضح من أن اختبار استقرار السلاسل الزمنية أن السلاسل الزمنية لبعض المتغيرات متكاملة من الدرجة الصفرية (0)، بينما السلاسل الزمنية للبعض الأخر متكاملة من الدرجة الأولى (1)، فقد تم اعتبار نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)* نموذج مناسباً لتقدير علاقة التوازن بين المتغيرات في الأجل الطويل والأجل القصير. وجدير بالذكر أن منهجية ARDL للتكامل المشترك *Co-integration* أصبحت شائعة الاستخدام في السنوات الأخيرة، حيث من خلالها تم دمج الانحدار الذاتي مع نماذج فترات الإبطاء الموزعة في نموذج قياسي واحد. ويمكن توضيح نموذج ARDL للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة من خلال المعادلة رقم (1):

$$\begin{aligned} \Delta(INF)_t = & \beta_0 + \beta_1\Delta(EXR)_t + \beta_2\Delta(IR)_t + \beta_3\Delta(MS2)_t \\ & + \beta_4(TD)_t + \beta_5(ED)_t + \beta_6(DD)_t + \beta_7(DS)_t \\ & + \beta_8(PGR)_t + \beta_9\Delta(INF)_{t-1} + \beta_{10}\Delta(EXR)_{t-1} \\ & + \beta_{11}\Delta(IR)_{t-1} + \beta_{12}\Delta(MS2)_{t-1} + \beta_{13}\Delta(TD)_{t-1} \\ & + \beta_{14}\Delta(ED)_{t-1} + \beta_{15}\Delta(DD)_{t-1} + \beta_{16}\Delta(DS)_{t-1} \\ & + \beta_{17}\Delta(PGR)_{t-1} + \beta_{18}ECT_{t-1} \quad (1) \end{aligned}$$

هذا وسوف يتم تطبيق اختبار F-Bounds test المصاحب للنموذج للتحقق من مدى وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات قيد الدراسة. سيتم استخدام آلية تصحيح الخطأ لتصحيح عدم التوازن. هذا ويمكن اشتقاق ديناميكية الأجل القصير عن طريق تقدير نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM) الموضح بالمعادلة (٢).

$$\begin{aligned} \Delta(INF)_t = & \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta(INF)_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta(EXR)_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \beta_3 \Delta(IR)_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_4 \Delta(MS2)_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \beta_5 \Delta(TD)_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_6 \Delta(ED)_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \beta_7 \Delta(DD)_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_8 \Delta(DS)_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \beta_9 \Delta(PGR)_{t-i} \\ & + \beta_{10} ECT_{t-1} \end{aligned} \quad (2)$$

حيث إن  $\Delta$  تمثل الفرق الأول للمتغير، و  $p$  تمثل العدد الأمثل لفترات الإبطاء، و  $ECT_{t-1}$  تمثل معامل تصحيح الخطأ. بناء على ما سبق، وكخطوة أولى تم تقدير عدد فترات الإبطاء الأمثل لكل متغير من خلال وضع الحد الأقصى لفترات الإبطاء في نموذج ARDL ليكون ٢ وفقاً لنتيجة معيار AIC المتحصل عليها من اختبار عدد فترات الإبطاء المثلى

وكخطوة ثانية، ولمعرفة مدى وجود علاقة تكامل مشتركة طويلة الأجل بين المتغيرات تم تطبيق اختبار F-Bounds test كما هو موضح في الجدول (٣).

### جدول (٣)

#### اختبار التكامل المشترك

الحد الأعلى I(1)	الحد الأدنى I(0)	مستويات المعنوية	اختبار <i>F-Bounds test</i>	
			عدد المتغيرات المستقلة k	قيمة الاختبار F
3.060	1.950	10%	8	7.168
3.390	2.220	5%		
4.100	2.790	1%		

يتضح من الجدول (٣) أن:

قيمة اختبار F المحسوب البالغة (٧.١٦٨) أعلى من القيمة الحرجة للحد الأعلى (٣.٣٩٠) عند مستوى معنوية ٥٪، وهذا يعني أن هناك علاقة تكامل مشترك بين معدل التضخم وجميع المتغيرات المكونة للنموذج في الأجل الطويل. أي أن متغيرات النموذج تتحرك معاً في الأجل الطويل. وبالرغم من وجود علاقة توازن طويلة الأجل إلا إنه لم يظهر تأثير لممرات السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم في الأجل الطويل لانخفاض القيمة الاحتمالية لاختبار t لتلك المتغيرات عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥٪ ( $p\text{-value} < \alpha = 0.05$ ) كما هو موضح الجدول (٤).

جدول (٤)

العلاقة طويلة الأجل لتأثير ممرات السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم

اختبار $t$ -test		معاملات نموذج الانحدار		المتغيرات
معنوية الاختبار $p$ -value	قيمة الاختبار $t$	الخطأ المعياري	قيمة المعامل	
0.824	-0.226	9.035	-2.038	سعر الصرف الرسمي $EXR_{t-1}$
0.838	-0.207	456.506	-94.304	سعر الفائدة على الودائع $IR_{t-1}$
0.876	-0.158	25.205	-3.981	معدل نمو المعروض النقدي $MS2_{t-1}$
0.811	-0.242	15.953	-3.865	نسبة العجز الكلي $TD_{t-1}$
0.896	0.132	22.302	2.938	الدين الخارجي $ED_{t-1}$
0.843	0.201	28.310	5.685	الدين المحلي $DD_{t-1}$
0.811	0.242	412.172	99.669	إجمالي خدمة الدين $DS_{t-1}$

ولمعالجة عدم التوازن الذي قد ينشأ نتيجة وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين المتغيرات تم تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) لدراسة تأثير ممرات السياستين المالية و النقدية على معدل التضخم في الأجل القصير باستخدام فترات الإبطاء المحددة سابقاً كما هو موضح في الجدول (٥).

جدول (٥)

تأثير ممرات السياستين النقدية والمالية على معدل التضخم (نموذج تصحيح الخطأ)

اختبار $t$ -test		معاملات نموذج الانحدار		المتغيرات
معنوية الاختبار $p$ -value	قيمة الاختبار $t$	الخطأ المعياري	قيمة المعامل	
0.000	-8.800	0.633	-5.570	ثابت المعادلة C
0.000	-8.674	0.048	-0.419	معدل التضخم مبطاً بفترة $INF_t$
0.000	17.426	0.204	3.553	سعر الصرف الرسمي $EXR_t$
0.000	-12.265	0.399	-4.894	سعر الصرف الرسمي مبطاً بفترة $EXR_{t-1}$
0.000	-9.091	0.511	-4.644	سعر الفائدة على الودائع $IR_t$
0.000	8.778	0.453	3.977	سعر الفائدة على الودائع مبطاً بفترة $IR_{t-1}$
0.000	-10.404	0.088	0.916	معدل نمو المعروض النقدي $MS2_t$
0.000	-5.815	0.107	0.624	معدل نمو المعروض النقدي مبطاً بفترة $MS2_{t-1}$
0.000	8.780	0.127	1.113	نسبة العجز الكلي $TD_t$
0.003	3.680	0.127	0.467	الدين الخارجي $ED_t$
0.000	10.690	0.142	1.517	الدين الخارجي مبطاً بفترة $ED_{t-1}$
0.002	3.802	0.044	0.168	الدين المحلي $DD_t$
0.000	5.197	0.033	0.172	الدين المحلي مبطاً بفترة $DD_{t-1}$

0.000	6.998	0.833	5.827	إجمالي خدمة الدين $DS_t$
0.015	-2.820	0.596	-1.681	إجمالي خدمة الدين مبطاً بفترة $DS_{t-1}$
0.000	-12.951	0.006	-0.073	معامل تصحيح الخطأ $ECT_{t-1}$
81.132(0.000)				اختبار F ( $p$ -value)
0.991				معامل التحديد $R^2$
0.978				معامل التحديد المعدل <b>Adjusted <math>R^2</math></b>
0.999				الخطأ المعياري للتقدير <b>S.E. of regression</b>
2.905				اختبار درين واتسن <b>Durbin-Watson</b>
3.307(0.191)				اختبار اعتدالية البواقي <b>Test of normality</b> اختبار Jarque-Bera ( $p$ -value)
0.340(0.968)				اختبار عدم ثبات التباين <b>Heteroskedasticity</b> اختبار Breusch-Pagan- <b>Godfrey</b> ( $p$ -value)
3.191(0.181)				اختبار الارتباط الذاتي للبواقي <b>Serial Correlation test</b> اختبار <b>Breusch-Godfrey</b> ( $p$ -value)

### نتائج الاختبار القياسي

كما يتضح من الجدول (٥) أن:

- أ- هناك تأثير طردي ذو دلالة إحصائية لسعر الصرف الرسمي (EXR) على معدل التضخم (INF) حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ٣.٥٥٣، كما أن انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار t عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥% ( $p\text{-value} = 0.000 < \alpha = 0.05$ ). وهذا يعني أنه كلما زاد سعر الصرف الرسمي بمقدار وحدة زاد معدل التضخم بمقدار ٣.٥٥٣ والعكس.
- ب- هناك تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية لسعر الفائدة على الودائع (IR) على معدل التضخم (INF) حيث بلغت قيمة معامل الانحدار -٤.٦٤٤، كما أن انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار t عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥% ( $p\text{-value} = 0.000 < \alpha = 0.05$ ). وهذا يعني أنه كلما زاد سعر الفائدة على الودائع بمقدار وحدة انخفض معدل التضخم بمقدار ٤.٦٤٤ والعكس.
- ت- هناك تأثير طردي ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو المعروض النقدي (MS2) على معدل التضخم (INF) حيث بلغت قيمة معامل الانحدار -٠.٩١٦، كما أن انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار t عن مستوى المعنوية عند ٥% ( $p\text{-value} = 0.000 < \alpha = 0.05$ ). وهذا يعني أنه كلما زاد معدل نمو المعروض النقدي بمقدار وحدة انخفض معدل التضخم بمقدار ٠.٩١٦ والعكس.

- ث- هناك تأثير طردي ذو دلالة إحصائية لنسبة العجز الكلي (TD) على معدل التضخم (INF) حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ١.١١٣، كما أن انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار t عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥٪ ( $p\text{-value} = 0.000 < \alpha = 0.05$ ). وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة العجز الكلي بمقدار ١٪ زاد معدل التضخم بمقدار ١.١١٣ والعكس.
- ج- هناك تأثير طردي ذو دلالة إحصائية للدين الخارجي (ED) على معدل التضخم (INF) حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ٠.٤٦٧، كما أن انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار t عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥٪ ( $p\text{-value} = 0.003 < \alpha = 0.05$ ). وهذا يعني أنه كلما زادت الدين الخارجي بمقدار وحدة زاد معدل التضخم بمقدار ٠.٤٦٧ والعكس.
- ح- هناك تأثير طردي ذو دلالة إحصائية للدين المحلي (DD) على معدل التضخم (INF) حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ٠.١٦٨، كما أن انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار t عن قيمة مستوى المعنوية عند ٥٪ ( $p\text{-value} = 0.002 < \alpha = 0.05$ ). وهذا يعني أنه كلما زادت الدين المحلي بمقدار وحدة زاد معدل التضخم بمقدار ٠.١٦٨ والعكس.
- خ- هناك تأثير طردي ذو دلالة إحصائية لإجمالي خدمة الدين (DS) على معدل التضخم (INF) حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ٥.٨٢٧، كما أن انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار t عن مستوى المعنوية عند ٥٪ ( $p\text{-value} = 0.000 < \alpha = 0.05$ ). وهذا يعني أنه كلما زاد إجمالي خدمة الدين بمقدار وحدة زاد معدل التضخم بمقدار ٥.٨٢٧ والعكس.

- د- المتغيرات المكونة للنموذج تستطيع أن تُفسر ما يقرب من 97.8% من التغيرات التي تطرأ على معدل التضخم، في حين أن الجزء المتبقي قد يرجع إلى الخطأ العشوائي أو لعوامل أخرى من الممكن أن يكون لها تأثير على معدل التضخم ولم يتم تناولها بالدراسة الحالية.
- ذ- نموذج الانحدار الذي تم بناءه يعتبر نموذج دال إحصائياً، حيث انخفضت القيمة الاحتمالية لاختبار F عن قيمة مستوى المعنوية عند 5% ( $p$ -value = 0.05 <  $\alpha = 0.000$ )
- ر- بواقي (عنصر الخطأ العشوائي)، حيث زادت القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera عن قيمة مستوى المعنوية عند 5% ( $p$ -value = 0.191 >  $\alpha = 0.05$ ).
- ز- لا توجد مشكلة عدم ثبات تباين البواقي (عنصر الخطأ العشوائي)، حيث زادت القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch-Pagan-Godfrey عن قيمة مستوى المعنوية عند 5% ( $p$ -value = 0.968 >  $\alpha = 0.05$ ).
- س- لا توجد مشكلة الارتباط ذاتي بين البواقي (عنصر الخطأ العشوائي)، حيث بلغت قيمة اختبار درين واتسن 2.905، كما زادت القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch-Godfrey عن قيمة مستوى المعنوية عند 5% ( $p$ -value = 0.181 >  $\alpha = 0.05$ ).
- وقد جاءت نتائج الاختبار القياسي متفقة مع النظرية الاقتصادية .

## النتائج :

- ١- أكدت النتائج الإحصائية ان هناك تأثير طردى لكلا من سعر الصرف , نسبة العجز الكلى , الدين الخارجي , الدين المحلى , خدمة الدين , معدل نمو المعروض النقدى على معدل التضخم وان هناك تأثير عكسى لسعر الفائدة على معدل التضخم وهو ما يمثل توافقا مع النظرية الاقتصادية .
- ٢- شهدت الفترة ( ١٩٩١-٢٠١٣ ) درجة من التكامل بين السياستين النقدية والمالية اعتمدت على زيادة معدلات النمو الاقتصادى مع المحافظة على استقرار الأسعار وتم استخدام سعر الصرف كقاعدة للسياسة النقدية وتحديد مستوى لسعر الصرف يتوافق مع استقرار الأسعار باعتماد سياسة التعويم المدار .
- ٣- استهدف البنك المركزى المصرى سياسة مرونة سعر الصرف بشكل كامل دون مراعاة للهدف الاساسى والرئيسى للبنك المركزى وهو استقرار الأسعار على الرغم من ارتفاع معدل التضخم والانخفاض الشديد في قيمة العملة الوطنية نتيجة لسياسة تعويم سعر الصرف (نوفمبر ٢٠١٦) وما تلى ذلك من تخفيض لقيمة العملة عدة مرات الا ان معدلات السيولة المحلية فاقت معدلات نمو الناتج المحلى الاجمالى وأصبحت تشكل ضغطا على مستوى الأسعار افقد السياسة النقدية السيطرة على معدلات التضخم وظهر التناقض بوضوح في استمرار ارتفاع معدلات أسعار الفائدة بهدف تخفيض معدلات التضخم على الرغم من الآثار العكسية لارتفاع تكلفة تمويل عجز الموازنة وارتفاع نسبة خدمة الدين مما ساهم في زيادة معدلات التضخم ما يشكل تعارض مع اهداف السياسة المالية في خفض أعباء خدمة الدين والذي يساهم بدوره في زيادة معدلات التضخم مره أخرى وهنا يظهر غياب التكامل بين اهداف ممرات السياسة النقدية والمالية ويثبت تحقق فرضية الدراسة .

## المقترحات :

### مقترحات الاجل القصير

التنسيق بين السياستين النقدية والمالية في اطار تكاملى لاستهداف التضخم من خلال :

- إعادة النظر في سياسة البنك المركزى المتحيزة لاستهداف سعر الصرف , وان يكون الهدف الاساسى للسياسة النقدية الأهم هو الاستقرار السعري
- التخفيض التدريجى لأسعار الفائدة .
- تحديد معدل النمو النقدى الذى يحقق الموائمة بين هدفى النمو الاقتصادى واستهداف التضخم .

### مقترحات الاجل الطويل

- رفع كفاءة النظام الضريبيى في تعبئة الموارد المالية .
- إعادة ترتيب اولويات ( الاقتصاد الحقيقى) بحيث تكون للقطاعات الانتاجية المتمثلة بصفة اساسية فى قطاعى الصناعة والزراعة , وتبنى سياسات نقدية ومالية متكاملة لتهيئة بيئة الاستثمار المحفزة للاستثمار الخاص لاعادة ترتيب اولوياته نحو القطاعات الاكثر مساهمة فى تحقيق النمو المستدام .

## قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المراجع العربية:

- ١- إبراهيم احمد عيد (٢٠٢٣): "الآثار المتوقعة لرفع سعر الفائدة وتحديد سعر الجنيه على الاقتصاد المصري في ضوء التحديات المعاصرة"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٤ (١).

- ٢- إبراهيم، محمد عباس محمد علي (٢٠٢١)، "محددات معدل الصرف الحقيقي في مصر خلال الفترة ١٩٩١ - ٢٠١٩" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- ٣- البرماوي، ادهم محمد والجزار، فاروق فتحي (٢٠٢٢): "التأثير غير المتماثل لصددمات سعر الفائدة على معدل التضخم باستخدام نموذج (NARDL): دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٣ (١).
- ٤- الجزار، فاروق فتحي السيد، والبرماوي، ادهم محمد السيد (٢٠٢٢): "أثر الصدمات غير المتماثلة لسعر الصرف على معدل التضخم باستخدام نموذج NARDL: دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، المجلد الثالث والعشرون ، العدد الثاني ، ابريل ٢٠٢٢ ٢٣ (٢)، ٧ - ٣٤.
- ٥- شكر، محمد أصيل (٢٠٢٤): "التضخم في مصر بين جذب الطلب ودفع التكلفة خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٢٢): دراسة باستخدام نموذج ARDL"، مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، المجلد ٦١، العدد الأول، يناير ٢٠٢٤.
- ٦- عبير، محمود، الباجوري، سمر (٢٠٢٤): "تأثير السياسة النقدية على معدل التضخم في مصر خلال الفترة من ١٩٨١ - ٢٠١٩ دراسة قياسية"، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، المجلد التاسع، العدد السابع عشر، يناير ٢٠٢٤.
- ٧- العدل، ضياء فتحي (٢٠٢٣): "فاعلية سعر الفائدة كأداة لاستهداف التضخم في مصر خلال الفترة ١٩٩٠ - ٢٠٢٢"، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، المجلد التاسع، العدد الثامن عشر، يوليو ٢٠٢٤.

- ٨- الغايش، مسعد محمد (٢٠٢٣): "مدى فاعلية سعر الفائدة في كبح جماح التضخم المستورد في مصر خلال الفترة من ١٩٩٠ - ٢٠٢٢"، مجلة كلية السياسة والاقتصاد، جامعة بني سويف، العدد الثامن عشر، ابريل، ٢٠٢٣.
- ٩- غازي، سمر، الامير عبدالحميد / الجزائر، فاروق فتحي (٢٠٢٣): "استخدام نموذج ARDL لقياس استهداف التضخم باستخدام السياسات النقدية والمالية في مصر"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة المنوفية، المجلد ٤٨، العدد الأول، يناير ٢٠٢٣.
- ١٠- مرسى، منال جابر (٢٠٢١): "العلاقة التبادلية بين عجز الموازنة العامة لمصر ومعدل التضخم"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، تاريخ قبول النشر ٢٠٢١/١/١٣.
- ١١- النجار، وسام عبدالفتاح سليمان (٢٠٢٤): "أثر العتبة للسياسة النقدية على التضخم في مصر خلال الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠٢٢)"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، م ٥، ٢٤، ٤٤، يوليو ٢٠٢٤.
- ٢٠- الغندور، احمد (٢٠٠٠)، "حول السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي"، سلسلة اوراق بحثية، العدد (١٠)، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
- ٢١- العيسوي، ابراهيم (دحيه، سيد عبدالعزيز) (ابوالعينين، سهير) (حامد، نيفين كمال) (العربي، اشرف) (٢٠٠٧) سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم (١٩٩) "التضخم في مصر دراسة لجدوى استهداف التضخم وتقييم مؤشراتته" معهد التخطيط القومي، اغسطس ٢٠٠٧.
- ٢٢- النجار، سعيد (١٩٩٢)، كلمة تمهيدية في البات التضخم في مصر، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ١٩٩٢.

### ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- Abdelraouf, N., El-Abbadi, H. & Nouredin, D. (2021). Inflation dynamics in Egypt: structural determinants versus transitory shocks. *The Journal of Developing Areas*, 55 (2), 297-320.
- 2- Al Mashat R. and Billmeier A. (2007) "The Monetary Transmission Mechanism in Egypt" IMF, WP/07/285.
- 3- Alexander, a. a., Andow, A. F. & Danpome, M. G. (2015). Analysis of the main determinants of inflation in Nigeria. *Research journal of accounting*, 6 (2), 144-155.
- 4- Angelo, J.D. (2009). Optimal Monetary Policy for a small Open Economy. *Economic Modelling*, 26, p352.
- 5- Bhunia, A. (2016), "How inflation and interest rates are related to economic growth? A case of India", *journal of finance and accounting*, 4(1).
- 6- Boyared, D and Gugliemo Maria Caporal 2001, Real exchange rate effects on the balance of trade co integration and the Marshal - Lerner condition, University of East London, 50,51.
- 7- Graeve, F. D., Kick, T., Koetter, M. (2008). Monetary Policy and Financial (in) Stability: An Integrated Micro-Macro Approach. *Journal of Financial Stability*, 4, p 205. Abluwalia, M. Reddy, Y.V., and Tarapore, S.S. (ed) (2002). *Macroeconomics and Monetary Policy*, Oxford, University Press, pp 133-140.
- 8- Gupta, A. S., & Sengupta, R., (2014). Is India Ready for Flexible Inflation-Targeting?, *Indira Gandhi Institute of Development Research, Mumbai*, <http://www.igidr.ac.in/pdf/publication/wp-2014-019.pdf>.

- 9- Ha, J. M, M, stocker, H. Yilmazkuday, (2020): “Inflation and exchange rate pass- through”, journal of international money and finance, department of economics, Florida international university, Miami, fl 33199hm USA.
- 10- Helmy, Omneia A., (2010), The Impact of Budget Deficit on Inflation " Centre Egyptian for Economic Student.
- 11- Josifidis, K, J-P. Allegret and E. B. Pucar (2011): “inflation targeting and exchange rate regimes in Serbia and selected transition economies”, eastern European economics, Taylor & Francis, ltd. Vol. 49, No. 4, pp. 88 – 105.
- 12- Kaur, G. (2022). Nexus between inflation and fiscal deficit: a comparative study of India and China. Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies, 15 (2), 193-216.
- 13- Kia, A. & Sotomayor, M. (2020). Determinants of inflation in Egypt and Mexico: empirical evidence. Economic and Business Review, 22 (1), 69-104.
- 14- Nguyen, Trong Tai, Thuy Duong Phan, and Ngoc Anh Tran. Impact of fiscal and monetary policy on inflation in Vietnam (2022). At:  
[https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/16207/IMFI\\_2022\\_01\\_Nguyen.pdf](https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/16207/IMFI_2022_01_Nguyen.pdf)
- 15- Rania Al-Mashat, (2008): “Monetary policy in Egypt: A retrospective and preparedness for inflation targeting, Egyptian center for economic studies – ECES working paper no. 134.
- 16- Urquhart, M. D.. (2022) Public debt, inflation, and the fiscal theory of price level in emerging markets: the case of Paraguay. Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies, 15 (3), 246-272.
- 17- Lougani, P. and P. Swagel. "Sources of Inflation in Developing Countries". IMF Working Paper No. Wp/01/198, 2001 .

- 18- Gilpin,W.,&Dr H.K.,P.(2008). An Insight into Debt Portfolio Benchmarks and Targets. Presentation, Presentation addressed to the Commonwealth Secretariat
- 19- Srobona,Mitra,(2007),"Is the Quantity of Government Debt a Constraint for Monetary Policy?"IMF WP/07/62.March
- 20- Hakan,K.A.(2012)Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting, Central Bank Review8.1.
- 21- Muzna, G.,Niaz,A.,& Falahuddin,B.(2015). The Impact of External Debt Servicing on the Growth of Low-Income Countries. In Sukkur Proceedings of 2nd International Conference on Business Management.(ISBN:978-969-9368-06-6): Institute of Business Administration.
- 22- Willem,H.,Torsten,P.,& Patrick,M.(1998). A Guide to Public Sector Debt and Deficits. Economic Policy,1(1),13-79 .
- 23- Fraser,A.(2000). The Monetary And Fiscal Implications of Achieving Debt Sustainability. Social and Economic Studies, Special Monetary Studies Issue (Monetary and Fiscal Interactions),49(2/3),47-76.
- 24- Minea,A.,&Tapsoba,R.(2014).Does Inflation Targeting Improve Fiscal Discipline?, Journal of International Money and Finance40, 185-203, www.elsevier.com/locate/jimf.
- 25- Luis Cota and Marco E. Terrenes."Fiscal Deficits and Inflation". IMF Working Paper, Wp/03/65/,April 2003 .

ملحق : جدول (١) تطور اهم ممرات السياسة النقدية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٢٣) في

الاقتصاد المصري

السنوات	سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي، متوسط الفترة)	متوسط سعر الفائدة على اذون الخزانة (%)	سعر الفائدة على الودائع (%)	المعروض النقدي بمعناه الواسع (%) من إجمالي الناتج المحلي)	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي
1991	3.13	17.8	12	87.5	1.12
1992	3.32	14.9	12	84.5	4.47
1993	3.35	12.5	12	85.8	2.9
1994	3.38	11	11.83	84.63	3.97
1995	3.39	10.3	10.91	79.78	4.64
1996	3.39	9	10.54	78.64	4.98
1997	3.38	8.8	9.83	75.15	5.49
1998	3.38	8.8	9.36	77.02	5.57
1999	3.39	9	9.21	76.04	6.05
2000	3.47205	9.2	9.45	76.7419	6.370004
2001	3.973	9.1	9.4566	82.3782	3.535252
2002	4.499666667	8.6	9.333333	87.8365	2.390204
2003	5.850875	6.8	8.225	96.67885	3.193455
2004	6.196241667	9.6	7.725	96.67863	4.092072
2005	5.778833333	9.9	7.225	97.13784	4.471744
2006	5.733166667	8.8	6.016667	97.38731	6.843838
2007	5.635433333	9.1	6.1	96.20641	7.087827
2008	5.4325	7.8	6.583333	88.40425	7.156284
2009	5.544553309	12.1	6.491667	83.1559	4.6736
2010	5.621942918	10.5	6.233333	80.74556	5.147235
2011	5.932827652	11.5	6.741667	75.79391	1.764572
2012	6.056058333	14.8	7.641667	69.71546	2.2262
2013	6.870325	14.4	7.683333	74.61184	2.185466
2014	7.077608561	14.83	6.916667	75.44265	2.915912

4.372019	77.98588	6.908333	11.027	7.691258333	2015
4.346643	98.13613	7.858333	12.13	10.02540079	2016
4.181221	87.60247	12.09167	18	17.78253352	2017
5.331109	77.76522	12.31667	18.5	17.76729042	2018
5.552093	73.45453	10.95	18	16.77058184	2019
3.550165	79.97472	7.783333	14.8	15.75917292	2020
3.290646	87.38649	7.4	14	15.64452728	2021
6.587846	94.39261	8.425	14	19.16043974	2022
3.759005	87.41747	12.65	14	30.6264137	2023

المصدر : بيانات البنك الدولي، <https://databank.worldbank.org>

تقارير سنوية متنوعة للبنك المركزي المصري خلال فترة الدراسة

<https://www.cbe.org.eg/ar/economics-research/economic-reports/annual-report>

ملحق : جدول (٢) تطور اهم ممرات السياسة المالية ومعدل التضخم خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٢٣) في

الاقتصاد المصري

السنوات	نسبة العجز الكلي / الناتج المحلي الاجمالي (%)	الدين الخارجي كنسبة من الناتج (%)	الدين المحلي كنسبة من الناتج (%)	إجمالي خدمة الدين (من إجمالي الدخل القومي)	التضخم، الأسعار التي يدفعها المستهلكون (%) سنويا
1991	20.3	87.2	83.2	6.94	19.74
1992	4.2	74.5	76	6.37	13.63
1993	3.5	65.8	72	4.7	12.08
1994	2.1	62.6	70	4.27	8.15
1995	1.2	55.6	66	3.93	15.74
1996	1.3	46.6	65	3.42	7.18
1997	1	38.2	89	2.67	4.62
1998	1	38.1	65	2.21	3.87
1999	2.9	34.3	70	2.33	3.07
2000	4.3	28	79.7	1.835949	2.683805353

أثر العلاقة التكاملية بين ممرات السياستين النقدية... ا.م.د/ماجد محمد يسري تاريخ قبول النشر ٢٠٢٤/١١/١٨

2.269757205	2.034765	81	28.5	6.11	2001
2.73723855	2.439992	80.9	32.3	11.8	2002
4.507776363	3.348469	78.9	39.7	6.8	2003
11.27061933	2.766804	76.4	37.5	10.8	2004
4.869396969	2.559471	80.6	30.7	9.5	2005
7.644526445	2.30395	82.6	26.9	8.1	2006
9.318969058	2.198426	79.6	24.2	7.3	2007
18.31683168	2.005559	71.1	18.6	7.8	2008
11.76349544	1.568291	64.1	16.7	6.9	2009
11.26518827	1.428047	62.4	14.9	8.1	2010
10.06492599	1.628858	64.8	13.3	9.8	2011
7.111729433	1.189421	62.5	11.6	10.8	2012
9.469719811	1.222689	62.6	15.4	13	2013
10.07021547	2.012164	71.7	12.3	12.1	2014
10.37049034	1.168643	74.4	13.9	11.4	2015
13.81360621	2.023151	78	19.7	12.1	2016
29.50660839	2.750697	71.5	32	10.3	2017
14.40146578	3.34518	67.7	30.3	9	2018
9.152799593	2.940817	66	27	7.6	2019
5.04493289	3.341885	64.8	25.6	7.5	2020
5.214049405	4.471242	68.9	25.6	7	2021
13.89566098	3.892052	68.8	27.1	6.1	2022
33.88477631				8.9	2023

المصدر : بيانات البنك الدولي، <https://databank.worldbank.org>

تقارير سنوية متنوعة للبنك المركزي المصري خلال فترة الدراسة

<https://www.cbe.org.eg/ar/economics-research/economic-reports/annual-report>